Informe especial

Acciones Argentinas

Informe realizado por Ec. Paula Bujía

Agosto de 2025

PETROLEO Y GAS

Vista Energía

En abril de 2025, Vista anunció la adquisición de Petronas Argentina por $1.2bn ($900m en efectivo y 300m en pagos diferidos y acciones), lo que le permitió consolidar su presencia en Vaca Muerta con una producción estimada cercana a 80.000 boepd. Esta operación refuerza su posición como uno de los principales jugadores en la cuenca.

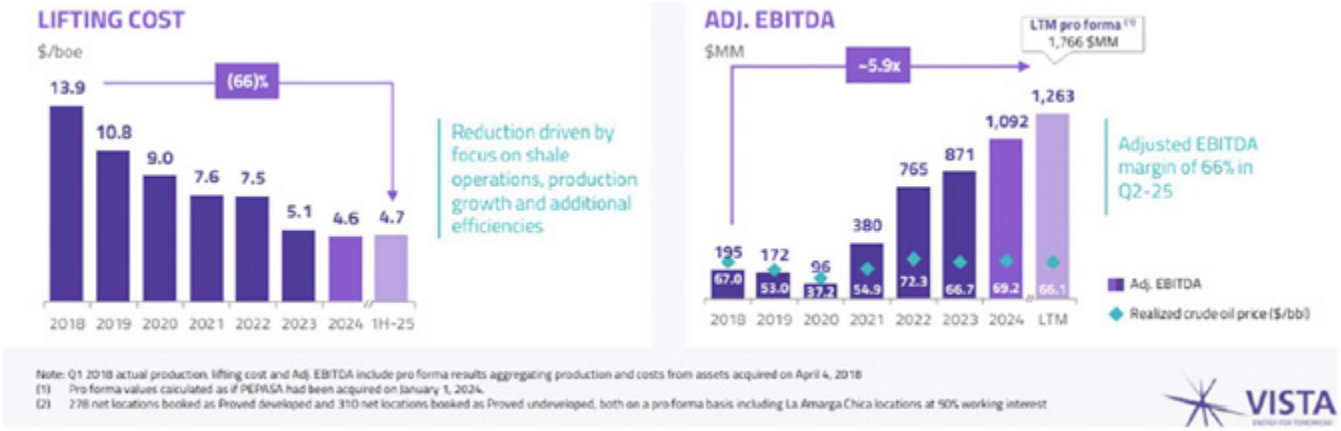
La producción en 2T25 subió 46% vs 1T25 (incluye Petronas) y las ventas 39% a pesar de que el precio promedio de venta se cayó $6.4 por barril. Los costos siguen bajo control y el EBITDA subió $405m, con un margen de 66.3%, superior al del trimestre anterior, pero 400bps inferior al de 2T24.

Generó una ganancia neta de $235m, o un ROE anualizado de 50%. El flujo neto de caja negativo, de $1.3bn (que incluye el pago a Petronas) llevó a la deuda neta a $2,4bn, casi $1.2bn más que un trimestre atrás, y deriva en un ratio ND/EBITDA de 1.44x.

Se espera que la producción en Vaca Muerta, que promedió alrededor de 65.000 barriles equivalentes por día (boepd) en el segundo trimestre de 2024, aumente progresivamente a casi 100.000 boepd para 2026 y los 150.000 boepd hacia fines de la década. Este crecimiento permitiría que el EBITDA aumente 2.5x para 2028, apalancado por mayores volúmenes, mayor productividad y menores costos unitarios.

La compañía ha mostrado avances significativos en la reducción de costos en pozo, como se observa en el gráfico y casi siempre ha reportado operativamente mejor de lo esperado. En términos de valuación, Vista cotiza a un múltiplo forward P/E de 8.0x, el doble que Petrobras, aunque en EV/EBITDA ambas se ubican en niveles similares, en torno a 4.1x. No obstante, el potencial de crecimiento de Vista es superior.

El consenso de analistas mantiene una visión positiva: el precio objetivo promedio se ubica en $69, lo que implica un potencial alcista de 50 % respecto a los niveles actuales.



YPF

Presentó un sólido primer trimestre, superando expectativas con un EBITDA ajustado de $1.2bn, un 48% más que en el trimestre anterior. Excluyendo campos maduros, ese EBITDA habría sido $1.3bn.

La producción proveniente del petróleo shale creció cerca de 31%, representando ya alrededor del 55% de la producción total.

A su vez, la producción consolidó cifras récord en Vaca Muerta, con un incremento interanual del 26% y un aumento del gas de 16%. El CEO Horacio Marín afirmó públicamente que Vaca Muerta puede operar con rentabilidad incluso si los precios del crudo bajan a $40 o $45 por barril.

En cuanto al plan de inversiones, YPF reafirmó su objetivo para 2025 de $5.2–5.4bn. Con un Brent de $60, se proyecta un EBITDA anual de $4.2–4.5bn. La estrategia continúa enfocada en fortalecer la producción no convencional, con un objetivo de que el shale oil represente el 80% del total hacia 2027, y con un breakeven por debajo de $40 por barril. Esta orientación permite reducir exposición a proyectos de menor rentabilidad y consolidar al upstream como principal motor del negocio.

Busca desinvertir también de subsidiarias no core como Metrogas o agro. En el segmento de LNG, YPF descartó construir una planta terrestre y

ahora apunta a proyectos flotantes de licuefacción. Espera operar una primera unidad flotante en 2027 y una segunda en 2028, lo que permitiría acceder de manera más rápida y flexible al mercado exportador.

En el frente judicial, en junio de 2025 la jueza Loretta Preska ordenó a Argentina entregar el 51% de las acciones Clase D de YPF como parte del pago de una sentencia por $16.1bn relacionada con la expropiación del 51% de la empresa en 2012.

El Estado argentino rechaza negociar con Burford y presentó una apelación completa; la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito suspendió provisionalmente la entrega de acciones mientras evalúa el caso, con una resolución esperada posiblemente para 2026.

Estados Unidos presentó un amicus curiae respaldando a Argentina, aunque ese apoyo no implica frenar el proceso ni exime del cumplimiento del fallo.

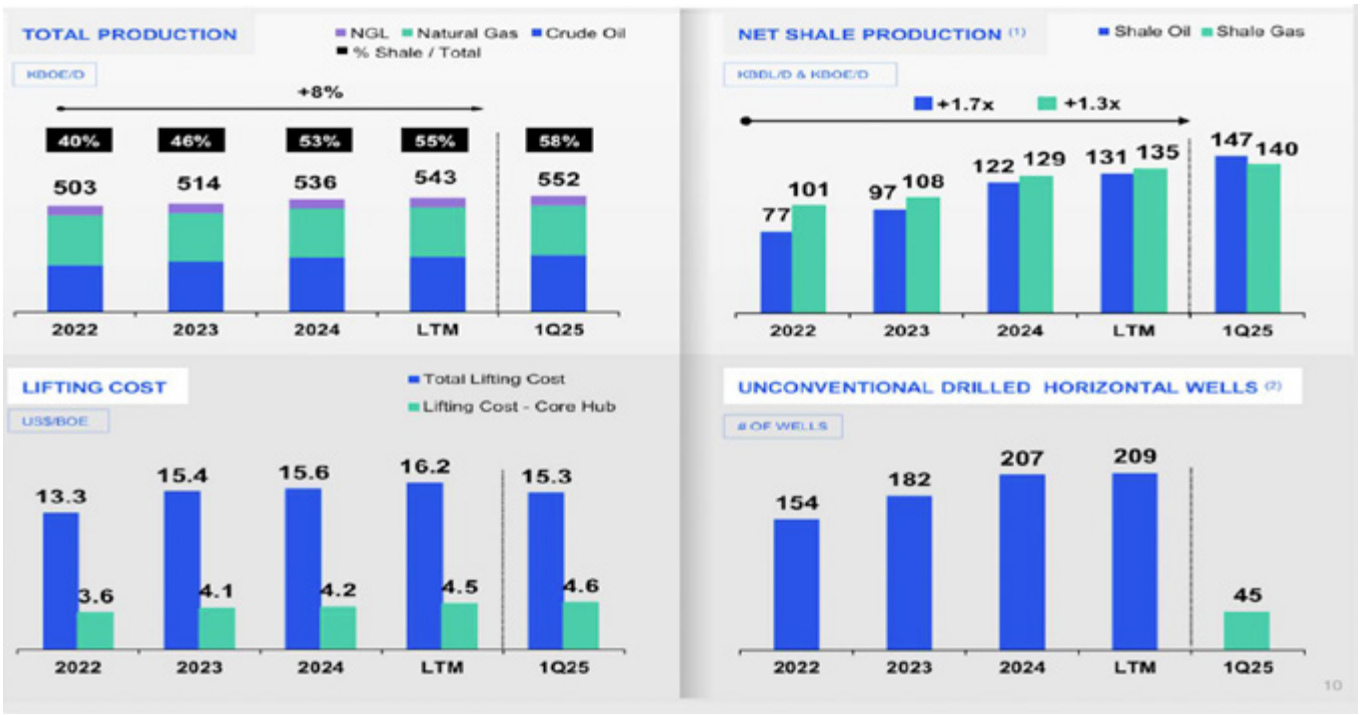
La preocupación central del mercado era que este conflicto afectara la operatoria y la capacidad de financiamiento de la empresa, aunque hasta ahora no se ha materializado ningún impacto directo.

De hecho, VMOS S.A., el consorcio liderado por YPF junto a Chevron, Vista, Pampa Energía, Shell, Pluspetrol, Pan American Energy y Tecpetrol, cerró en julio un préstamo sindicado por $2bn para financiar la construcción del oleoducto Vaca Muerta Sur. El crédito tiene un plazo de cinco años, con una tasa de SOFR + 5.5%, y marca el financiamiento privado más grande del sector energético argentino.

Se espera que el oleoducto comience operaciones a fines de 2026, con capacidad inicial de 180.000 barriles por día y escalabilidad hasta 550.000 barriles diarios en 2027, lo que permitirá exportar crudo directamente por el Atlántico desde Punta Colorada, Río Negro.

En términos de valuación, YPF cotiza a un EV/EBITDA estimado 2025e de aproximadamente 4.9x, similar a Vista. En P/E 2025, YPF cotiza en torno

a 8.5x. Se ve más cara que Petrobras que cotiza a 4.5x ev/ebitda y de PE pero justificado por su potencial. El riesgo es la ejecución.



Pampa

Pampa Energía es un holding de energía donde aproximadamente 62% del EBITDA proviene de la generación eléctrica, 18% del negocio de exploración y producción (principalmente gas en Vaca Muerta) y 20% de sus participaciones en subsidiarias principalmente TGS y también tiene Transener. La compañía se posiciona como el vehículo más puro para acceder a la producción de gas en Vaca Muerta, lo cual cobra relevancia frente a la expansión del Gasoducto.

En su estrategia de expansión, Pampa concretó recientemente la compra del bloque Sierras Blancas en Vaca Muerta, que hasta ahora operaba Shell. Esta operación refuerza su presencia en el negocio de petróleo no convencional y marca un paso en su objetivo de diversificarse dentro del upstream, que hasta ahora se enfocaba más en gas.

A nivel regulatorio, el sector ha recibido aumentos tarifarios acumulativos superiores a la inflación durante 2024 y el primer semestre de 2025, lo

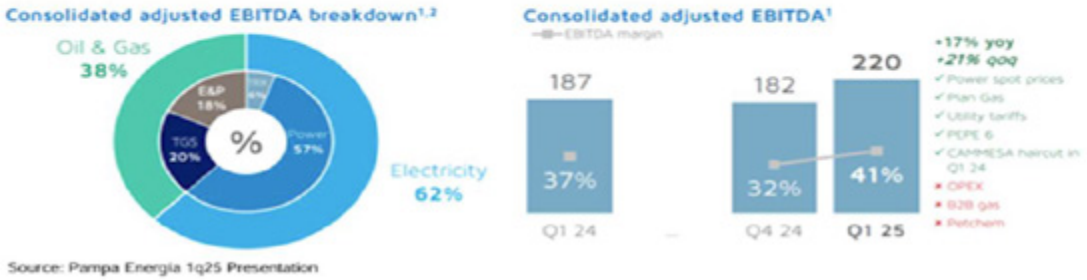
cual ha fortalecido la rentabilidad del segmento de generación. También se ha introducido una reforma del mercado eléctrico que permite a los generadores gestionar sus propios combustibles a partir de marzo 2025, y se avanza hacia un nuevo marco normativo a presentarse en noviembre. Si bien los resultados del 1T25 fueron algo más débiles de lo esperado, se trata de una compañía con sólidos fundamentos. La combinación de mayores tarifas, expansión en upstream y una posible mejora en la evacuación y exportación de gas desde Vaca Muerta otorgan a Pampa Energía un upside atractivo.

Tiene un fwd PE de 8x.

Resumen por segmento Montos en US$ millones	1T25			1T24			Variación		
	Ventas	EBITDA Ajustado	Resultado Neto	Ventas	EBITDA Ajustado	Resultado Neto	*Ventas*	*EBITDA Ajustado*	*Resultado Neto*
Petróleo y Gas	146	41	(49)	150	67	48	*-3%*	*-39%*	*NA*
Generación de electricidad	195	130	124	154	86	197	*+27%*	*+51%*	*-37%*
Petroquímica	92	(4)	42	120	11	11	*-23%*	*NA*	*+282%*
Holding y Otros	7	53	36	3	23	11	*+133%*	*+133%*	*+227%*
Eliminaciones	(26)	-	-	(26)	-	-	-	*NA*	*NA*
Total	**414**	**220**	**153**	**401**	**187**	**267**	***+3%***	***+17%***	***-43%***

Nota: Resultado neto atribuible a los propietarios de la Compañía.

Source: Pampa Energía Earnings Release



Source: Pampa Energía 1q25 Presentation

Vista, YPF y Pampa el año pasado subieron como todas las acciones argentinas. Como se ve en el grafico, este año han estado más correlacionado con el precio del Brent. Nosotros estamos constructivos con el precio de petróleo a mediano plazo.

TGS

50% del EBITDA proviene del negocio regulado de transporte de gas, el otro 50% de las ventas son productos líquidos (atados al dólar y precio internacional) y midstream que también opera en condiciones de mercado.

En 1T25 afrontó el golpe de las inundaciones en Bahía Blanca, que le costaron cerrar desde el 7 de marzo hasta mediados de abril el Complejo Cerri lo que le provocó una caída de 31% en las ventas. En abril del año pasado recibió el ajuste tarifario para el segmento de transporte de gas regulado, ese segmento muestra un aumento de casi 6x en sus ventas en la comparación interanual. El segmento de midstream sigue también a paso firme: +13% año a año. En total, las ventas aumentaron 35% en dólares vs. 1T24, aunque cayeron 11% vs. 4T24.

TGS tiene una cartera de negocios que se balancean muy bien. Con un PE de 10x no es la acción más barata pero es de las más confiables. A parte tiene proyectos para crecer no tiene deuda neta.

BANCOS

Grupo Galicia

Es el principal banco privado del país, atraviesa un contexto desafiante. Durante 2024, los bancos locales obtuvieron resultados extraordinarios impulsados por la revalorización de los títulos soberanos que componían una parte importante de sus carteras. Sin embargo, ese viento de cola no se repitió en 2025: con la desaceleración de la economía, la desinflación y la consecuente baja de tasas, el escenario para el negocio bancario ha cambiado drásticamente.

Los resultados del primer trimestre de Galicia son elocuentes: el banco reportó un ROE de 8.9%, lo que representa una caída interanual de 2.2 puntos porcentuales y está por debajo del propio objetivo de 15% que la entidad planteaba para el año. Con el rendimiento de los títulos públicos en niveles más bajos, Galicia se ve forzado a operar más activamente como banco comercial: prestar en vez de capturar retornos extraordinarios por carry de deuda pública. El crecimiento de los préstamos fue del 5.5% trimestral y 110% interanual, pero aún representan una porción modesta del activo, y su expansión no logra compensar la caída en márgenes financieros.

A estos niveles de tasas reales, el negocio bancario argentino es fundamentalmente una apuesta al volumen. La mejora en resultados no vendrá por mayores spreads, sino por mayor actividad económica, y esa dinámica será necesariamente más lenta. Sin una recuperación firme del consumo y la inversión, es difícil que el crédito despegue con la fuerza necesaria para traccionar los ingresos del sector.

Desde el punto de vista de valuación, la acción de Galicia opera con un múltiplo de 5.6x P/E y 1.3x P/BV, que no luce particularmente atractivo considerando la rentabilidad actual. De hecho, si bien el múltiplo sobre patrimonio podría parecer moderado en comparación con estándares internacionales, lo cierto es que el ROE actual está muy por debajo del de sus pares regionales y de su propio promedio histórico.

Banco Macro

En el último trimestre reportado, Banco Macro mostró una fuerte contracción en su rentabilidad, con un ROE de apenas 3,8%, por debajo del 7,5% del trimestre anterior y muy lejos del 37,4% alcanzado en igual período del año pasado. Al igual que otros bancos del sistema, enfrenta el desafío de adaptarse a un contexto de menor inflación y tasas más bajas, que reducen significativamente los márgenes financieros. En su caso, el margen neto de interés cayó a la mitad, ubicándose en apenas 3%.

En el balance, los préstamos totales crecieron 22% interanual, con un aumento de 21% en los préstamos en pesos y 27% en los préstamos en dólares. En cambio, los depósitos crecieron apenas 5%, con un alza de 15% en pesos y una caída del 14% en dólares.

Banco Macro continúa mostrando un importante exceso de capital, con una ratio TIER 1 + TIER 2 de 34,3%. Sin una vía clara para aplicar ese excedente, le resultará difícil alcanzar niveles elevados de rentabilidad. De hecho, el banco recortó su proyección de ROE para 2025 del rango de 12–15% a 8–10%.

En cuanto a valuación, la acción opera con un múltiplo P/E de 14.4x, fuertemente distorsionado por la baja
rentabilidad actual, y un P/BV de 1,13x.

OTROS

Central Puerto

Es el principal generador privado de electricidad, con una participación de mercado cercana al 19,7% y con algunos de los activos operativos más eficientes, lo que le garantiza prioridad en el despacho. El management es muy profesional y en los últimos años ha diversificado su estrategia, incorporando proyectos de energía renovable, explotación forestal y minera, reduciendo así su dependencia del negocio regulado.

El marco regulatorio ha favorecido su desempeño reciente: entre fines de 2024 y mayo de 2025, la Secretaría de Energía autorizó ajustes tarifarios acumulativos que incluyeron aumentos de 4 % en enero, 4 % en febrero, 1,5 % en marzo, 1,5 % en abril y 2 % en mayo.

En el primer trimestre de 2025, CEPU reportó ingresos netos por aproximadamente $80M, lo que representa un incremento interanual superior al 150 %. Tiene un apalancamiento de solo 0.5× EBITDA.

Desde el punto de vista de valuación, cotiza con un P/E de 12x.

Loma Negra

En el reporte del último trimestre, LOMA registró una ganancia neta de $21m. Los despachos de cemento mostraron una recuperación interanual, aunque las condiciones continúan desafiantes por la menor obra pública.

InterCement, la controlante de Loma anunció que llegó a un acuerdo con sus acreedores. La parte relevante para Loma es la que concierne a los acreedores que tenían garantía de las acciones de LOMA: reciben, entre otras cosas, nuevas “participating titles” en LOMA, que les dan derecho a recibir dividendos que pague LOMA y, más importante, los fondos que provengan de una venta de LOMA.

InterCement se compromete, según el comunicado, a iniciar el proceso de venta formal de sus acciones de LOMA. Creemos que es bueno para la acción de LOMA que esta saga de incertidumbres encuentre un final, y que ese final llegue de manera ordenada para que se pueda concentrar en el negocio e invertir en vez de pagar dividendos a la controlante. Uno de los interesados podría ser Mindlin (principal accionista en Pampa) lo que hace sentido desde que se sabe que compró la deuda garantizada a Itaú.

La empresa posee un market cap de $1.4bn, cotiza a un P/E de 11x y presenta un EV/EBITA de 8.7x.

CONCLUSION

Cuando se analizan los fundamentos y los últimos resultados de los principales ADRs argentinos, queda claro que el principal desafío sigue siendo la macro local ("top down") mientras el bottom up es sólido. Esto contrasta con el año pasado que la macro le jugó a favor, aunque también ayudaron las bajísimas valuaciones y posicionamiento. Este año han caído de forma significativa y a contramano del mundo:

Empresa	% Mes	% Año
Banco Macro	-3.5	-37.7
Grupo Financiero Galicia	-2.7	-36.2
Central Puerto	-1.7	-17.2
Pampa Energía	-3.7	-17.6
Transportadora Gas del Sur	-2.2	-16.9
YPF	-3.5	-15.8
Loma Negra	-1.8	-14.5
Vista	-11.5	-10.0

En general, los fundamentos de las compañías son muy bueno con potencial de crecimiento, eficientes y bajo apalancamiento. La excepción son los bancos que reflejan más dependencia al ciclo económico: necesitan de una economía en crecimiento para expandir su negocio tradicional de intermediación financiera y recuperar rentabilidad, algo que va a tomar mucho tiempo.

En este contexto, tiene más sentido concentrarse en sectores con fundamentos sólidos y mayor visibilidad de flujos, como el energético. Esta visión es consenso, pero los inversores de afuera todavía se muestran reticentes a tomar posiciones y el upside es importante.

Con los últimos datos de la confianza en el gobierno mejorando, en octubre deberían hacer una buena elección y ahí consolidar el rumbo del gobierno —sin cepo cambiario para personas jurídicas, con avances en reformas estructurales e inversiones vía RIGIs (ya hay $12.8bn aprobados, mayormente en energía) — el cambio en las expectativas puede ser muy significativo.

En ese escenario, un riesgo país podría ir hacia niveles de 500 puntos lo que implicaría una apreciación de los bonos soberanos del orden del 20%. Con ese número que habilitaría a Argentina a acceder a los mercados de deuda, el upside en acciones puede ser aún mayor: empresas energéticas como Vista o YPF podrían subir entre 50% y 70%. Pampa también luce bien.

Adicionalmente, compañías como Loma Negra también resultan interesantes. Si la actividad se recupera sostenidamente y se consolida el ciclo de inversión en infraestructura y construcción, la empresa puede beneficiarse significativamente. Además, el inminente cambio accionario sugiere una etapa de mayor foco estratégico.

Este mensaje, y cualquier archivo adjunto al mismo, son para el uso exclusivo de los destinatarios previstos, y pueden contener información confidencial y privilegiada. Cualquier revisión, uso, divulgación o distribución no autorizada de este mensaje o sus archivos adjuntos está prohibida. Este documento y la información, opiniones y estimaciones expresadas, han sido elaboradas por Buda Partners para proveer información general correspondiente a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. Este documento y su contenido no constituyen una oferta o solicitud para la compra de valores, ni para decidir o modificar inversiones.

Informe realizado por Ec. Paula Bujía

Agosto de 2025